

新华保险(1336 HK, HK\$37.05, 目标价: HK\$43.78 买入) — 由大到强

- ❖ **业务转型取得阶段性成果。**按 2016 年前 11 个月原保费收入计算, 新华保险在中国人身险市场市占率排名第四。2016 年在新管理层的带领下, 新华保险坚持推进转型战略以确保长期高质增长, 在各项业务结构方面都取得了较为明显的优化。保费结构更为可持续: 2016 年前三季度趸交保费同比缩减近 33%, 首年期交保费则同比增加近 44%。渠道方面, 个险代理人渠道对 2016 年前三季度首年保费的贡献达到 30.6%, 比上年同期提升 8.7 个百分点。在业务结构优化、价值率提升的带动下, 2016 年上半年新业务价值实现同比 18.1% 的稳健增长。
- ❖ **以健康险为突破口, 进行差异化竞争。**随着居民健康保险意识增强、政策红利逐渐释放, 近年来商业健康险蓬勃发展。新华保险抓住机遇, 发挥自己在产品创新设计方面的优势, 以健康险为突破口促进产品结构转型、与同业开展差异化竞争。2015 年始, 公司陆续推出了以“健康无忧”重疾险为代表的健康险产品, 受到市场欢迎和行业认可。2016 年上半年, 健康险保费占公司首年保费的 15.0%, 较上年同期提升 5.8 个百分点。
- ❖ **非标投资较为成功。**与上市同业相比, 新华保险较早布局非标资产, 在 2013-2014 年积极锁定高收益率产品, 应对经济下行、收益率曲线下行的不利影响。截至 2016 年 6 月 30 日, 新华保险非标资产在总投资资产中的占比达到 31.0%, 高于上市同业。在非标资产类别的选择上, 新华保险较为谨慎, 集合信托计划的占比逐年下降, 2016 年上半年, 公司着重加大了商业银行理财产品的配置, 应对信用风险上行和“资产荒”等现象。
- ❖ **转型任重道远, 短期阵痛可能将持续。**转型有助于提升公司业务品质和长远的竞争力, 但短期内, 如何权衡规模增长和质量提升、如何稳定团队提升产能等均是公司面临的挑战。对于新华保险而言, 一方面应保持定力、持续推进业务转型, 另一方面也需要不断取得阶段性成果, 提振公司士气和投资者信心。总体而言, 我们相信公司新晋管理层能够带领新华保险取得较为成功的转型。
- ❖ **首予买入评级, 目标价 43.78 港元。**我们用内含价值倍数法进行估值。我们预测 2017 年每股内含价值为 42.06 人民币, 目标价定为每股 43.78 港元。该目标价对应 1.05 倍和 0.926 倍 2016E 和 2017E 内含价值。目前股价对应 0.78 倍 2017E 内含价值, 预计尚有 18.2% 的上升空间。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
保费收入(百万人民币)	109,868	111,859	111,684	111,829	123,850
总收入(百万人民币)	142,094	157,918	143,370	145,068	158,735
净利润(百万人民币)	6,406	8,601	5,173	5,717	7,076
每股收益(人民币)	2.05	2.76	1.66	1.83	2.27
每股收益变动(%)	44.4	34.6	-39.9	10.5	23.8
市盈率(x)	16.09	11.95	19.89	17.99	14.54
市帐率(x)	2.13	1.78	1.71	1.55	1.39
PEV(x)	1.21	1.00	0.89	0.78	0.68
股息率(%)	0.64	0.85	0.51	0.56	0.70
内含价值收益率(%)	33.10	21.90	12.69	14.04	15.85

来源: 公司, 彭博, 及招銀国际预测

丁文捷

(852) 3900 0856

dingwenjie@cmbi.com.hk
新华保险 (1336 HK)

评级	买入
收市价(A 股)	HK\$37.05
收市价(H 股)	Rmb44.70
目标价	HK\$43.78
市值(港币百万)	142,557
过去 3 月平均交易(港币百万)	168.5
52 周高/低(港币)	40.25/22
发行股数(百万)	3,120
主要股东	中央汇金 (31.34%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-5.3%	-4.3%
3 月	6.4%	12.8%
6 月	37.5%	25.6%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
保费收入及账户管理费	110,067	111,994	111,824	111,979	124,003
分出保费及提取未到期责任准备金	(597)	(639)	(554)	(512)	(861)
净保费收入及账户管理费	109,470	111,355	111,270	111,467	123,142
投资收益	31,784	45,069	31,506	33,018	35,132
其他营业收入	840	1,494	594	584	461
总收入	142,094	157,918	143,370	145,068	158,735
保险给付和赔付	(112,017)	(118,719)	(107,222)	(108,611)	(118,449)
投资合同支出	(1,144)	(1,331)	(1,250)	(1,400)	(1,428)
手续费、佣金支出及管理费	(18,976)	(23,334)	(25,592)	(25,414)	(27,830)
其他成本	(543)	(1,430)	(1,113)	(1,115)	(1,231)
保险业务支出及其他费用合计	(132,680)	(144,814)	(135,176)	(136,539)	(148,939)
对联营企业和合营企业投资收益	539	535	35	200	200
财务成本	(2,171)	(1,857)	(1,330)	(1,105)	(561)
税前利润	7,782	11,782	6,898	7,624	9,436
所得税	(1,375)	(3,180)	(1,725)	(1,906)	(2,359)
非控制股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	6,406	8,601	5,173	5,717	7,076

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
债券	237,403	229,235	249,159	262,724	272,381
协议存款	167,297	127,679	84,521	88,010	92,150
其他固定收益类投资	108,115	119,046	187,132	196,020	206,512
股票和基金	56,450	85,770	71,320	74,633	78,881
其他权益类投资	14,103	28,552	31,580	33,415	34,773
现金及现金等价物	14,503	13,904	10,767	11,265	11,795
其他投资资产	27,847	31,502	36,139	38,014	40,710
总投资资产	625,718	635,688	670,618	704,081	737,203
非投资资产	17,991	24,872	23,073	23,171	24,991
总资产	643,709	660,560	693,691	727,252	762,194
保险合同负债	480,100	524,441	555,216	586,580	626,562
投资合同负债	28,213	27,166	30,426	31,034	31,655
借款	19,000	19,000	14,000	14,000	4,000
应付保险给付及预收保费	3,614	4,542	3,955	3,965	4,385
税项及其他负债	64,418	27,570	29,853	25,380	21,674
总负债	595,345	602,719	633,450	660,960	688,276
净资产总值	48,364	57,841	60,241	66,293	73,918
少数股东权益	5	6	7	7	7
股东权益	48,359	57,835	60,234	66,286	73,911

来源：公司及招银国际预测

主要指标

年结：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
同比增长					
总收入	10.8%	11.1%	-9.2%	1.2%	9.4%
净利润	44.9%	34.3%	-39.9%	10.5%	23.8%
保费收入	6.0%	1.8%	-0.2%	0.1%	10.7%
首年保费收入	34.4%	19.6%	-9.4%	-14.4%	11.3%
- 代理人渠道首年保费收入	27.4%	36.7%	23.2%	24.1%	24.5%
- 银保渠道首年保费收入	34.7%	11.9%	-24.8%	-45.2%	-14.9%
- 服务经营渠道首年保费收入	64.1%	57.2%	27.0%	32.1%	31.6%
首年标准保费收入	20.9%	34.5%	25.7%	22.0%	24.3%
总投资资产	13.9%	1.6%	5.5%	5.0%	4.7%

保费结构

首年保费	39.4%	46.2%	41.9%	35.9%	36.0%
- 首年期交保费	11.0%	15.2%	20.9%	27.2%	30.9%
- 首年趸交保费	28.4%	31.0%	21.1%	8.7%	5.1%
续期保费	60.6%	53.8%	58.1%	64.1%	64.0%

首年保费结构

个险代理人渠道	21.5%	24.5%	33.4%	48.4%	54.1%
银保渠道	73.1%	68.4%	56.7%	36.3%	27.8%
服务经营渠道	5.4%	7.1%	9.9%	15.3%	18.1%

偿付能力（偿二代下）

核心偿付能力充足率	N/A	248.5%	240.6%	223.3%	219.0%
综合偿付能力充足率	N/A	281.0%	260.7%	240.8%	223.3%

新业务价值及内含价值

新业务价值（百万人民币）	4,912	6,621	8,224	11,174	14,542
新业务价值同比增长率	16.0%	34.8%	24.2%	35.9%	30.1%
新业务价值率（基于首年标准保费）	32.7%	32.8%	32.4%	36.1%	37.8%
内含价值（百万人民币）	85,260	103,279	115,510	131,203	151,412
内含价值收益率	33.1%	21.9%	12.7%	14.0%	15.8%

净投资收益率	5.2%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%
总投资收益率	5.8%	7.5%	4.8%	4.8%	4.9%

每股数据

每股收益（人民币）	2.05	2.76	1.66	1.83	2.27
每股账面价值（人民币）	15.50	18.54	19.31	21.25	23.69
每股内含价值（人民币）	27.33	33.11	37.03	42.06	48.54
每股股息（人民币）	0.21	0.28	0.17	0.19	0.23

来源：公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。